

Tilburg University

Van financiële integratie naar monetaire convergentie

Eijffinger, S.C.W.

Published in:
Bank- en Effectenbedrijf

Publication date:
1993

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Eijffinger, S. C. W. (1993). Van financiële integratie naar monetaire convergentie. *Bank- en Effectenbedrijf*, 42(10), 20-25.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Van financiële integratie naar monetaire convergentie

Dit artikel behandelt de integratie van financiële markten in de Europese Gemeenschap (EG) en de implicaties daarvan voor de convergentie van het monetaire beleid en de financiële marktstructuur.¹ Daarbij zal tevens een relatie worden gelegd naar de institutionele convergentie. Daaronder verstaan we de mate waarin de financiële marktstructuur van EG-lidstaten (het uiteenlopen van looptijden van hypotheeken, looptijden van staatsschuld, etc.) en de monetaire instituties (de positie, bevoegdheden en beleidshorizon van de centrale banken) in deze landen convergeren.

In de Westerse industrielanden in het algemeen en in de lidstaten van de EG in het bijzonder werden de financiële markten vanaf de tweede helft van de jaren '70 gekenmerkt door een voortschrijdend proces van deregulering, liberalisatie en vernieuwing.²

De oorzaken van de financiële deregulering en liberalisatie door de monetaire autoriteiten in deze landen kunnen in eerste instantie gezocht worden in de ineenstorting van het Bretton-Woodstelsel van vaste wisselkoersen, de toegenomen overheids- en lopende rekeningtekorten en de gestegen en volatiele inflatiegraden en rentevoeten. Daarnaast bevorderden de financiële innovaties en de globalisering van financiële instellingen het proces van financiële deregulering en liberalisatie in belangrijke mate.

De opheffing van regels met betrekking tot de nationale financiële markten, zoals de eliminatie van restricties op het internationale kapitaalverkeer, betekenen dat de geld- en kapitaalmarkten in de Westerse industrielanden geleidelijk aan integreren tot één globale geld- en kapitaalmarkt.

In de EG werd het proces van economische en financiële integratie verder gestimuleerd door de oprichting van het Europese Monetaire Stelsel in maart 1979. Daardoor werd het wisselkoersrisico tussen de valuta's van de lidstaten aanzienlijk beperkt. De oprichting impliceerde echter ook een betere afstemming van het monetaire en budgettaire beleid in de Gemeenschap. De voortgang van de economische en financiële integratie werd verder bevorderd door de Single European Act in 1985 en het daaruit voortvloeiende Interne Marktprogramma ter verwijdering van fysieke, technische en fiscale barrières om te komen tot één economische ruimte, waarin personen, goederen, diensten en kapitaal zich vrij kunnen bewegen.³

Financiële integratie

Het proces van financiële deregulering en liberalisatie heeft gedurende de jaren '80 zoals te verwachten was, geleid tot een sterke integratie van de financiële markten in de EG. Een kernvraag in dit verband is natuurlijk in welke mate de financiële integratie tussen de verschillende lidstaten is voortgeschreden in het afgelopen decennium. Vanzelfsprekend dienen wij hierbij een onderscheid te maken tussen geldmarktintegratie, d.i. de mobiliteit van korte-termijn-

kapitaalverkeer, en kapitaalmarktintegratie, d.w.z. de mobiliteit van lange-termijnkapitaalverkeer.

De graad van geld- en kapitaalmarktintegratie kan gemeten worden met de zogenoemde prijsbenadering.

De correlaties tussen representatieve nominale korte-termijnrentes in de lidstaten kunnen een indicatie vormen voor de mate van geldmarktintegratie. Uit een empirisch onderzoek door Lemmen en Eijffinger (1993),⁴ blijkt dat de correlatiecoëfficiënten tussen de Duitse geldmarktrente enerzijds en de geldmarktrentes in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Nederland en België anderzijds tijdens de jaren '80 hoog tot zeer hoog zijn. Voor het Verenigd Koninkrijk is de correlatiecoëfficiënt het laagst, ongeveer 0,7, voor Nederland het hoogst (bijna één). De parallelle ontwikkeling tussen de geldmarktrentes blijkt in de tweede helft van de jaren '80 ten opzichte van die in de eerste helft duidelijk te zijn toegenomen. Dit kan zonder meer verklaard worden door het opheffen van restricties op korte-termijnkapitaalverkeer tussen de voornoemde landen vanaf de tweede helft van dit decennium.

Op analoge wijze kunnen wij een indruk van de mate van kapitaalmarktintegratie in de jaren '80 krijgen op grond van de correlaties tussen representatieve nominale lange-termijnrentes in de EG. Het voornoemde onderzoek toont aan dat de correlatiecoëfficiënten tussen de Duitse kapitaalmarktrente en de kapitaalmarktrentes in het VK, Frankrijk, Nederland en België zelfs de overeenkomstige coëfficiënten voor de geldmarktrentes overtreffen, met een bijna perfecte correlatie tussen de Duitse en Nederlandse kapitaalmarktrente.

Op het eerste gezicht zal het bevreemden dat de graad van kapitaalmarktintegratie volgens ons criterium blijkbaar hoger is dan die van geldmarktintegratie. Immers, het wisselkoersrisico zal in de regel toenemen met de looptijd, mede omdat dit voor lange-termijnactiva niet afgedekt kan worden op de termijnmarkt.

Een mogelijke verklaring is het feit dat de liberalisatie van lange-termijnkapitaalverkeer in de EG eerder begon dan die van korte-termijnkapitaalverkeer. De opheffing van restricties op het lange kapitaalverkeer werd in november 1986 door de Europese Commissie in gang gezet, terwijl die op het korte kapitaalverkeer pas in juli 1990 aanving met de start van de eerste fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU) in Europa.



Dr. S.C.W. Eijffinger
De auteur is universitair hoofddocent Monetaire Economie aan de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg en lid van diverse werkgroepen op het terrein van Europese monetaire integratie.

Tot zover de correlatie bij de geld- en kapitaalmarktrentes. Vanzelfsprekend dienen correlatiecoëfficiënten voorzichtig geïnterpreteerd te worden. De synchrone beweging van korte en lange rentes hangt mede af van het wisselkoersregime en de wijze waarop de wisselkoersverwachtingen gevormd worden.

Metten via rentepariteiten

Vanuit theoretisch gezichtspunt is het echter meer verantwoord om de graad van financiële integratie af te meten aan de gedekte en ongedekte nominale rentepariteit tussen elk paar van landen. Bij de rentepariteiten behandelen we een drietal varianten waarvan de voorwaarden steeds strenger worden. Dat komt omdat we daarbij naast renteverschillen uiteindelijk ook koopkrachtverschillen in de beschouwing betrekken. De drie varianten zijn: de gedekte nominale rentepariteit, de ongedekte nominale rentepariteit en de reële rentepariteit.

De *gedekte rentepariteit* ('covered interest parity') houdt in dat het agio of disagio op de valutatermijnmarkt gelijk is aan het nominale renteverшил op activa met hetzelfde debiteurenrisico en dezelfde looptijd. Het bestaan van gedekte nominale renteverschillen duidt op de aanwezigheid van kapitaalrestricties of, in andere woorden, een landenrisicopremie ('country premium'). Gedekte rentepariteit geeft dus weer de mate ('ability') waarin financiële activa zich vrij bewegen over landsgrenzen in reactie op verschillen van opbrengstvoeten. Naarmate de gedekte interestverschillen dichter bij nul liggen des te vrijer is het kapitaalverkeer tussen de desbetreffende landen.

De Europese Commissie (1990) heeft in haar inmiddels fameuze studie 'One Market, One Money' de gedekte rentepariteiten voor drie-maands-geldmarktpapier tussen Duitsland en de overige EG-lidstaten berekend vanaf september 1982 tot en met april 1988.⁵ De resultaten van dit onderzoek zijn in tabel 1 weergegeven. Aannemelijk is dat de daarin weergegeven trend (naar afnemende gedekte interestverschillen) zich met de opheffing van kapitaalrestricties op het korte kapitaalverkeer vanaf juli 1990 – behalve voor Griekenland en Portugal – verder doorgezet heeft.

De eerste kolom in tabel 1 vermeldt het gedekte nominale renteverшил ten opzichte van Duitsland, ook wel de *landenrisicopremie* genoemd. Een negatieve premie duidt erop dat de binnenlandse rente vergeleken met de Duitse rente kunstmatig laag gehouden wordt door middel van restricties op de kapitaalexport naar andere landen. Alleen België, Nederland en het VK hebben kleine gedekte renteverschillen – d.i. van niet meer dan 50 basispunten – die waarschijnlijk slechts transactiekosten weerspiegelen.

Daarentegen vertonen Griekenland en Portugal grote renteverschillen, hetgeen toegeschreven kan worden aan effectieve kapitaalrestricties.

De *ongedekte rentepariteit* houdt in dat de verwachte wisselkoersverandering (appreciatie of depreciatie) gelijk is aan het nominale renteverшил op vergelijkbare activa. Dit is een striktere voorwaarde dan de gedekte rentepariteit omdat hiervoor tevens

Tabel 1: Ex post maatstaven voor korte termijn kapitaalmobiliteit van EG-landen ten opzichte van Duitsland

	Gedekte nominale rente- pariteit	Wisselkoers risicopremie	Ongedekte nominale rente- pariteit	Afwijking relatieve koop- kracht- pariteit	Valuta premie	Reële rentepari- teit
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)=(2)+(4)	(6)=(1)+(5)
België	-0.23	3.40	3.17	-1.34	2.08	1.82
Denemarken	-3.88	3.39	-0.49	-1.59	1.80	-2.13
Griekenland	-9.74	0.47	-10.21	4.53	2.49	-7.93
Spanje	-2.75	4.87	2.12	0.34	4.78	1.82
Frankrijk	-2.09	3.36	1.27	0.11	3.01	0.81
Ierland	-1.14	3.16	2.02	0.50	3.80	2.82
Italië	-0.75	4.66	3.91	-1.66	3.08	2.30
Nederland	-0.14	0.24	0.10	0.24	0.74	0.58
Portugal	-8.28	7.16	-1.12	-1.77	6.60	-2.61
VK	-0.49	-0.34	-0.83	3.51	2.27	1.75

Bron: Berekeningen op basis van Frankel (1989) door de Europese Commissie (1990, p. 160), in: 'One Market, One Money'.

moet gelden dat er geen sprake is van een nominaal wisselkoersrisico. Vrij vertaald geeft ongedekte rentepariteit de bereidheid ('willingness') van beleggers weer om in buitenlandse financiële activa te beleggen op basis van opbrengstverschillen. De derde kolom van tabel 1 geeft de ongedekte renteverschillen ten opzichte van Duitsland weer, uitgaande van de veronderstelling van rationele verwachtingen (ex ante variabelen worden benaderd door ex post variabelen). Nederland blijkt het kleinste ongedekte renteverшил met Duitsland te hebben. Dit duidt op een zeer hoge graad van geldmarktintegratie tussen beide landen. Daarnaast is het ongedekte renteverшил voor het Verenigd Koninkrijk ook relatief klein.

Om het beeld ten slotte te completeren, kunnen we kort ingaan op de reële rentepariteit, zoals weergegeven in de zesde kolom van tabel 1. Alleen tussen Nederland en Duitsland blijkt er enige reële rentepariteit te bestaan.⁶ Dit hoeft geen verbazing te wekken. Immers, de reële rentepariteit is op zijn beurt weer een striktere voorwaarde dan de ongedekte nominale rentepariteit omdat hierbij ook voldaan moet zijn aan relatieve koopkrachtpariteit (PPP). *Reële rentepariteit* weerspiegelt derhalve niet alleen financiële integratie, maar tevens niet-financiële integratie. Dit laatste heeft betrekking op de mobiliteit van goederen en diensten en die van productiefactoren, zoals arbeid en fysiek kapitaal. In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat financiële integratie vooruitloopt op de integratie van goederenmarkten en zeker op die van arbeidsmarkten. Dit

laatste kan verklaard worden door de culturele en taalbarrières in de Europese Gemeenschap, die bijvoorbeeld aanmerkelijk groter zijn dan die in de Verenigde Staten.⁷

Monetaire convergentie

De sterk toegenomen financiële integratie in de EG tijdens de jaren '80 met name in de kopgroep van vijf landen, maakt een verregaande convergentie van het monetaire en budgettaire beleid tussen de lidstaten in de jaren '90 noodzakelijk. Deze conclusie staat mijns inziens los van het feit of deze convergentie al dan niet binnen het kader van het Verdrag van Maastricht zal plaatsvinden. Het behoeft immers weinig verbeeldingskracht om te kunnen constateren dat een divergerend geldhoeveelheids- en/of begrotingsbeleid in de verschillende lidstaten bij nagenoeg volledige kapitaalmobiliteit wel moet resulteren in grote wisselkoersinstabiliteit. De valutacrisis binnen het EMS van september 1992 ('Black Wednesday') en begin augustus van dit jaar hebben aangetoond dat in zo'n geval (intramarginale) valutamarktinterventies niet meer kunnen baten.

Daarom ga ik nu nader in op de wijze waarop de convergentie van het monetaire beleid in de Gemeenschap zal dienen te geschieden. Aan de convergentie van het budgettaire beleid zal ik omwille van de ruimte geen verdere aandacht besteden. De convergentiecriteria voor het overheidstekort en de

staatsschuld van 3% respectievelijk 60% van het BBP mogen dan weliswaar vanuit theoretisch oogpunt arbitrair lijken, in beleidsmatige zin zijn dergelijke normen volstrekt te rechtvaardigen.⁸

De convergentie van het monetaire beleid heeft betrekking op de bekende vier stadia van het transmissieproces, n.l. de monetaire instrumenten, indicatoren, operationele en uiteindelijke doelvariabelen ('targets' respectievelijk 'goals').

Wij zullen deze vier stadia voor de belangrijkste landen uit de kopgroep – te weten Duitsland, Frankrijk en het VK – achtereenvolgens vergelijken.

Indien wij het monetaire instrumentarium in de drie landen – zie tabel 2 – vergelijken, dan valt meteen de bijzondere positie van het VK op. In augustus 1981 schafte de Bank of England haar officiële tarief voor de middellange termijn ('minimum lending rate') af om de flexibiliteit van haar beleid te vergroten. Sindsdien beschikt zij slechts over tarieven voor de zeer korte termijn (de zgn. 'dealing rates'). Verder hanteert de Britse centrale bank geen effectieve kasreserveverplichting omdat zij zo'n verplichting als een belasting voor het bankwezen beschouwt. Dit laatste geldt eveneens voor een 'off-shore' financieel centrum als Luxemburg.

Daarnaast is de kasreserveverregeling in Frankrijk in tegenstelling tot andere landen meermalen als actief instrument aangewend. Experimenten van de Banque de France in juni/juli 1987 en in mei/juni 1988 met een contraire policy mix van officiële tarieven en kasreserveverplichtingen toonden echter aan dat

Tabel 2: Het transmissieproces van monetair beleid

Transmissie-mechanisme	Duitsland (vanaf 1988)	Frankrijk (vanaf 1986)	Verenigd Koninkrijk (vanaf september 1992)
Monetaire instrumenten	Officiële tarieven voor middellange termijn Geldmarkttransacties Verplichte kasreserves (passief instrument) Valutamarktinterventies	Officiële tarieven voor middellange termijn Geldmarkttransacties Verplichte kasreserves (actief instrument) Valutamarktinterventies	Officiële tarieven voor zeer korte termijn Geldmarkttransacties Valutamarktinterventies
Monetaire indicatoren	Interbancaire geldmarktrentes (daggeldrente en één-maandsrente)	Interbancaire geldmarktrente (daggeldrente)	Bancaire debetrentes (base rates off clearing banks)
Operationele doelvariabelen ('targets')	Primaire doelvariabele: geldgroei (M3) Secundaire doelvariabele: reële \$/DM-wisselkoers	Primaire doelvariabele: nominale FF/DM-wisselkoers Secundaire doelvariabele: geldgroei (M3R)	Primaire doelvariabele: – Secundaire doelvariabele: basisgeldgroei (M0)
Uiteindelijke doelvariabelen ('goals')	Binnenlands prijsniveau (CPI) gefundeerd op wettelijke basis	Binnenlands prijsniveau (CPI) niet gefundeerd op wettelijke basis	Binnenlands prijsniveau (RPI) niet gefundeerd op wettelijke basis Economische groei Werkgelegenheid

Bron: S.C.W. Eijffinger, Convergence of Monetary Policies in Europe-Concepts, Targets and Instruments, in: K. Gretschmann (ed.), Economic and Monetary Union: Implications for National Policy Makers, Martinus Nijhoff Publishers, Dordrecht/Boston/London, 1993.

er geen onafhankelijkheid tussen deze beide instrumenten bestaat.⁹

Ten slotte verschillen de huidige kasreserve-regelingen qua percentages, bases en perioden zodanig, dat er geenszins gesproken kan worden van een 'level playing field' voor het Europese bankwezen.

Niettemin bestaat er naar mijn mening een duidelijke tendens naar een drietal indirecte, marktconforme instrumenten, te weten:

1. geldmarkttransacties ('outright purchases' en repurchase agreements') als een actief instrument op de korte termijn;
2. officiële kredietfaciliteiten (tarieven en contingents) als een actief instrument op de middellange termijn;
3. verplichte kasreserves als een passief instrument op de lange termijn in de zin van een 'automatische rem' op monetaire expansie (denk hierbij aan de 'Mindestreserven'-regeling van de Deutsche Bundesbank).¹⁰

Beschouwen wij de monetaire indicatoren, dan blijkt in vrijwel alle lidstaten een systeem van indirecte kredietbeheersing toegepast te worden. Dit houdt in dat de centrale bank in deze landen de kredietverlening door het bankwezen, en daarmee de binnenlandse liquiditeitscreatie, beïnvloedt via de (interbancaire) geldmarkt. De (interbancaire) geldmarktrente tracht zij te sturen door middel van haar officiële tarieven en geldmarkttransacties. In het VK richt de centrale bank zich echter op de bancaire debetrentes ('base rates'). Het zal duidelijk zijn dat er geen ruimte meer bestaat voor directe, marktverstoringende instrumenten, zoals kredietplafonnering en kapitaalrestricties.

Bij een vergelijking van de operationele doelvariabelen komt de huidige taakverdeling binnen het EMS naar voren. De Bundesbank tracht haar interne doelstelling te realiseren, te weten een beperking van de geldgroei (M3), terwijl de overige centrale banken zich in beginsel richten op een externe doelstelling, n.l. de nominale wisselkoers van de eigen munt ten opzichte van de Duitse mark. Sedert de valutacrisis in september 1992 is er in het Verenigd Koninkrijk en Italië echter geen duidelijke 'target' meer waar te nemen.

Het asymmetrische model van het EMS zal geleidelijk aan vervangen worden door een symmetrisch model in de vorm van een gemeenschappelijk geldhoeveelheidsbeleid, waarbij het onlangs geïntroduceerde M3H-geldebegrip als primaire doelvariabele zal gaan fungeren. Dit geharmoniseerde, ruime geldebegrip blijkt volgens verschillende studies naar de geaggregeerde geldvraag in de EG de meest stabiele parameters op te leveren.¹¹

In de meeste lidstaten is de uiteindelijke doelvariabele van het monetaire beleid het binnenlands prijsniveau, al is deze in sommige landen – bijvoorbeeld Frankrijk en Spanje – nog niet wettelijk gefundeerd en in weer andere landen – bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk en Italië – niet de enige doelstelling van het monetaire beleid. Wij komen hierop nog terug bij de bespreking van centrale bankonafhankelijkheid.

Institutionele convergentie

De recente valutacrisis binnen het EMS heeft niet alleen aangetoond dat de ex ante convergentie van monetair en budgettair beleid tussen de lidstaten nog volstrekt onvoldoende is, maar tevens dat de integratie van financiële markten verstrekkende eisen stelt op het terrein van, wat ik zou willen noemen, institutionele convergentie. Hiermee bedoel ik zowel de convergentie van financiële marktstructuur, als die van monetaire instituties in de betreffende landen. Bij de financiële marktstructuur kan o.a. gedacht worden aan de looptijden en technieken op de nationale geld- en kapitaalmarkten, terwijl men bij de monetaire instituties bijvoorbeeld kan denken aan de positie, bevoegdheden en beleidshorizon van de centrale banken in de lidstaten.

Om met dit laatste te beginnen, kan opgemerkt worden dat hoe onafhankelijker een centrale bank ten opzichte van de politiek kan opereren, hoe langer haar beleidshorizon zal zijn, hoe meer reputatie de centrale bank geleidelijk aan zal verwerven en hoe eerder zij erin zal slagen om de inflatieverwachtingen in de economie op lange termijn terug te dringen.¹²

Indien wij de huidige positie van de nationale centrale banken bezien, dan zijn er nog grote verschillen binnen de Gemeenschap waar te nemen. De Bundesbank en De Nederlandsche Bank nemen een onafhankelijke positie in, terwijl de overige centrale banken duidelijk afhankelijker zijn van de minister van Financiën.¹³ Volgens het Verdrag van Maastricht moeten de nationale centrale banken onafhankelijk zijn met de oprichting van het Europees Stelsel van Centrale Banken, die net vóór het begin van fase drie van EMU – in 1997 of in 1999 – zal geschieden. Op zichzelf genomen is dit al rijkelijk laat, omdat formele autonomie nog niet direct een traditie van onafhankelijke besluitvorming bij een centrale bank impliceert.

Hoewel er, zoals De Beaufort Wijnholds (1992) onlangs terecht opmerkte, een algemene tendens naar meer onafhankelijke centrale banken bestaat,¹⁴ is er in Europa ook nu weer sprake van een zeer gedifferentieerde ontwikkeling in dit opzicht. De Nationale Bank van België heeft met de geldmarkthervorming in januari 1991 meer bevoegdheden gekregen, terwijl in januari van dit jaar een wetsvoorstel ingediend is dat de Banco de España even onafhankelijk als de Bundesbank moet maken.

Zoals gewoonlijk is de Franse houding op dit wat gecompliceerder. Vóór de valutacrisis hebben Franse politici, met name de toenmalige minister van Financiën Bérégovoy, vele malen benadrukt dat een onafhankelijke Banque de France pas verwezenlijkt zou worden aan het einde van de tweede fase van EMU,¹⁵ waarbij zij in wezen de autonomie van de centrale bank als een onderdeel van het onderhandelingsproces aangaande (de locatie van) het Europees Monetair Instituut beschouwden. Met de wijsheid van achteraf is deze strategie een zeer onjuiste gebleken, aangezien mede hierdoor de Franse franc sterker onder neerwaartse druk is komen te staan dan wanneer er reeds sprake was geweest van een

autonome Banque de France. De huidige Franse regering heeft de intentie uitgesproken om de centrale bank zo spoedig mogelijk onafhankelijk te maken. Op 20 april jl. is hiervoor door de Franse minister van Financiën Alphandéry een wetsvoorstel ingediend. Hoewel de Assemblée en Senaat in juli reeds met dit wetsvoorstel hadden ingestemd, achtte het Franse constitutionele hof een onafhankelijke centrale bank onder de huidige omstandigheden in strijd met de grondwet. Pas na de inwerking-treding van het Verdrag van Maastricht kan het betreffende voorstel tot wet worden verheven.

De Britse positie is hierbij afwijkend van die op het continent, maar ook duidelijk. Noch de conservatieve regering, noch de socialistische oppositie wensen een meer autonome Bank of England. Dit is mijns inziens de echte oorzaak van het 'stop-go'-karakter van het Britse monetair beleid, hetgeen uiteindelijk verantwoordelijk is geweest voor de gedwongen aftocht van het pond sterling uit het EMS. De korte beleidshorizon leidt tot een tijdsinconsistent beleid en daardoor tot een verlies van reputatie in de financiële markten.

De Britse situatie

Ter afsluiting wil ik nu wat dieper ingaan op de naar mijn mening noodzakelijke convergentie van de financiële marktstructuur in de Gemeenschap. Laat mij in dit verband een voorbeeld geven om het probleem te verduidelijken. Stel dat de Britse monetaire autoriteiten de officiële tarieven ('dealing rates') verhogen ter ondersteuning van het pond sterling, dan leidt de korte-renteverhoging niet alleen tot hogere rentelasten op de vlottende overheidsschuld, maar tevens tot hogere rentelasten voor de huiseigenaren aldaar vanwege de frequente rente-aanpassing bij hypotheekrentes (de zgn. 'roll-overs'). Aangezien de hypotheekrenteverhoging doorwerkt in het prijsindexcijfer (RPI), resulteert een restrictief monetair beleid in het Verenigd Koninkrijk op korte termijn in een toeneming van de inflatie.¹⁶ In de meeste andere lidstaten is er echter sprake van een vaste hypotheekrente die afhangt van de kapitaalmarktrente en dus van de inflatieverwachtingen op dat moment. Deze laatste grootte wordt uiteindelijk bepaald door de reputatie die de centrale bank in de loop van de jaren heeft opgebouwd. Hierdoor bestaan er voor de centrale bank sterke prikkels om een tijdsconsistent en geloofwaardig monetair beleid te voeren gericht op lagere inflatieverwachtingen. Deze prikkels hangen in de praktijk af van de gevoeligheid van publieke en private schuld voor veranderingen van de korte-termijnrente in het betreffende land.¹⁷

Indien wij de wijze van financiering van de overheidsschuld in de verschillende EG-lidstaten bezien, dan blijkt er een wijd scala aan financiële instrumenten gehanteerd te worden: schatkistpapier, staatsobligaties in eigen valuta, vreemde valuta en ECU's, indexleningen, spaarobligaties, zero-couponobligaties en leningen met variabele rente. Daarnaast bestaat er in de EG een aanmerkelijk verschil in de gemiddelde resterende looptijd van de totale staatschuld. Per ultimo 1990 bedroeg de gemiddelde resterende looptijd in Spanje slechts 1,25 jaar, Dene-

marken en Italië 2,5 jaar, België 3,5 jaar, Duitsland 4 jaar, het VK 4 à 5 jaar, Frankrijk 5 à 6 jaar en in Nederland het langst: 6,6 jaar.¹⁸ Het moge duidelijk zijn dat vooral de Spaanse maar ook de Deense en Italiaanse overheidsschuld qua rentelasten buitengewoon gevoelig zijn voor korte-rentefluctuaties. In deze landen en met name in Italië met zijn hoge staatsschuld heeft een looptijdverlenging daarom hoge prioriteit.

Trendwijziging hypotheekrentes VK

Bij een nadere beschouwing van de wijze van financiering van de schuld van gezinnen – in het bijzonder hypotheekrentes – en die van bedrijven laat de praktijk in de lidstaten eveneens een zeer gevarieerd beeld zien. Volgens The Economist is ten minste 90% van alle hypotheekrentes van Britse huiseigenaren op grond van variabele rentes gefinancierd, terwijl dit in Duitsland en Frankrijk 10% of minder bedraagt.¹⁹ Italië bevindt zich hiertussen in met 45% van de hypotheekrentes op basis van variabele rentes. De bijzondere positie van het VK laat zich verklaren door de hoge inflatie in het verleden, waardoor lange-termijnleningen met een vaste rente als zeer risicovol werden beoordeeld en beperkt werden verstrekt.

De laatste zes maanden is er in Engeland een ommezwaai naar vastrentende hypotheekrentes waar te nemen: 40% van alle nieuwe leningen geschiedt tegen een vaste rente. De oorzaak van deze nieuwe trend is vooral gelegen in de toegang die Britse 'building societies' nu hebben tot de kapitaalmarkt. Voorheen verkregen deze hypotheekbanken hun middelen uit korte-termijnspaartegoeden met een variabele rente, hetgeen hun voorkeur voor hypotheekrentes met een eveneens variabele rente verklaarde. Daarentegen hadden hypotheekbanken in Duitsland en Frankrijk van oudsher toegang tot de kapitaalmarkt door de emissie van pandbrieven. Op dit punt valt dus een convergerende marktstructuur in de Gemeenschap waar te nemen, waardoor een korte-renteverhoging minder pijnlijk wordt voor de Britse huiseigenaren.

Ten aanzien van de schuld van bedrijven is er helaas nog geen convergentie tussen de belangrijkste lidstaten te ontdekken. Het aandeel van de vastrentende bedrijfsschuld in de totale schuld bedraagt in Duitsland ongeveer 80%, in Frankrijk 60% en in het Verenigd Koninkrijk minder dan 50%. Aangezien de financiële passiva van de bedrijven in deze landen in de regel groter zijn dan hun financiële activa, betekent een korte-renteverhoging – met name in Engeland – een lagere 'cash flow'. De terughoudendheid van de Britse regering om de korte rente te verhogen om het pond tijdens de valutacrisis van september 1992 te ondersteunen wordt in dit licht bezien iets begrijpelijker, mede vanwege de langdurige recessie. Dit geldt eveneens voor de Franse regering eind juli van dit jaar, waardoor de franc afdreef naar de ondergrens ten opzichte van D-mark en gulden. Een onafhankelijke Banque de France had het nooit zover laten komen door een vroegtijdige en substantiële verhoging van de korte rente.

Conclusie

Wat kan uit het voorafgaande betoog in grote lijnen geconcludeerd worden? Ik denk dat er uiteindelijk twee belangrijke conclusies kunnen worden getrokken.

Allereerst heeft het door de monetaire autoriteiten geïnduceerde proces van financiële liberalisatie en integratie niet alleen geleid tot de noodzaak van een convergentie van het monetaire en budgettaire beleid in de Gemeenschap, maar ook – en dat is opmerkelijker – geresulteerd in verstrekkende eisen ten aanzien van de convergentie van monetaire instituties en financiële marktstructuur. Kortom, financiële integratie dwingt uiteindelijk institutionele convergentie af!

Vervolgens kunnen wij concluderen dat in een Gemeenschap met volledig geliberaliseerde en geïntegreerde financiële markten de monetaire autoriteiten in staat gesteld en geprikkeld moeten worden tot een tijdsconsistent en geloofwaardig monetair beleid teneinde reputatie te verwerven en daardoor op lange termijn de inflatieverwachtingen terug te dringen en de wisselkoersverwachtingen te stabiliseren. Alleen dan mag verwacht worden dat het EMS de overgangsfase naar een EMU – in wat voor vorm dan ook – ongeschonden door kan komen. De recente valutacrisis en daarop volgende verruiming van de EMS-bandbreedte – behalve voor D-mark en gulden – tot 30% mag sommige lidstaten meer flexibiliteit verschaft hebben; daarmee hebben deze landen ook meer ruimte gekregen tot concurrerende devaluaties. Bovendien bestaat er altijd een afruil tussen de flexibiliteit en de geloofwaardigheid van een wisselkoersarrangement. Daarom dienen de EMS-landen niet alleen haast te maken met de convergentie van hun monetaire en budgettaire beleid, maar vooral ook met de convergentie van hun monetaire instituties en financiële marktstructuur. Dit zouden de lessen moeten zijn van de valutacrisis van september 1992 en juli 1993, die dan achteraf wellicht een 'blessing in disguise' zouden kunnen blijken te zijn. ❖

Noten

1. Dit artikel is een bewerkte versie van een voordracht door de auteur op het Symposium 'Free Trade, Free Finance: The Challenges of Liberalisation' van de studievereniging Creative Destruction aan de Rijksuniversiteit Groningen op 27 april 1993. De auteur dankt Drs. J.L. Gerards, Drs. J. Lemmen en Drs. E. Schaling voor een commentaar op een eerdere versie van deze voordracht.
2. Voor een overzicht hiervan voor Nederland respectievelijk het buitenland wordt verwezen naar: J. de Haan en L.H. Hoogduin (red.), De gevolgen van financiële innovatie en integratie voor het monetaire beleid, NIBE, Amsterdam, 1989; en: S.C.W. Eijffinger en J.L. Gerards (red.), Financiële markten en monetair beleid-Ervaringen in zeven landen, NIBE, Amsterdam, 1990.
3. Zie bijvoorbeeld: A. Italianer, EMU and macroeconomic environment, in: S.C.W. Eijffinger en J.L. Gerards (red.), European monetary integration and the financial sector, NIBE, Amsterdam, 1993, blz. 21-45.
4. J.J.G. Lemmen en S.C.W. Eijffinger, The Degree of Financial Integration in the European Community, De Economist, Jrg. 141, Nr. 2, 1993, blz. 183-208.
5. Commission of the European Communities, One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union, European Economy,

- No. 44, October 1990, blz. 160. De identiteiten (6) = (1) + (5) en (5) = (2) + (4) gaan niet altijd op vanwege inconsequenties in het originele datamateriaal.
6. Voor een uitvoerige analyse hiervan: S.C.W. Eijffinger, Reële rente, rentetermijnstructuur en reputatie, in: A. Knoester en H. Visser (red.), De hoge reële rente en de Nederlandse economie, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 1991, Stenfert Kroese Uitgevers, Leiden/Antwerpen, 1991, blz. 81-118.
7. Zie ook: W. Molle en A. van Mourik, International Movements of Labour under Conditions of Economic Integration - The Case of Western Europe, Journal of Common Market Studies, Jrg. 26, 1988, blz. 317-342 en A. Knoester, A.M.M. Kolodziejak en G. Muijzers, Economic Policy and European Integration in: E. Baltensperger en H.W. Sinn (red.), Exchange-Rate Regimes and Currency Unions, MacMillan, Basingstoke, 1992, blz. 248-284.
8. Vergelijk: J.A.J. Alders e.a. (red.), Begrotingsbeleid en financiering Nederlandse staatschuld, op weg naar de EMU, Economendebat 1992, Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, NIBE, Amsterdam, 1992; en: J.J.M. Kremers en R.H.J.M. Gradus, European integration: implications for budgetary and financial policies in the Netherlands, in: S.C.W. Eijffinger en J.L. Gerards (red.), European monetary integration and the financial sector, NIBE, Amsterdam, 1993, blz. 47-60.
9. Voor een uitgebreide beschrijving: S.C.W. Eijffinger, Konvergenz in der Geldpolitik - das Beispiel Deutschland - Frankreich, in: M. Weber (red.), Europa auf dem Weg zur Währungsunion, Wissenschaftliche Buchgesellschaft, Darmstadt, 1991, blz. 171-172.
10. Zie in dit verband: S.C.W. Eijffinger, Convergence of Monetary Policies in Europe - Concepts, Targets and Instruments, in: K. Gretschnann (red.), Economic and Monetary Union: Implications for National Policy Makers, Martinus Nijhoff Publishers, Dordrecht/Boston/London, 1993. Tevens wordt verwezen naar: W.W. Boonstra, Duitse Mindestreserven nader beschouwd, Bank- en Effectenbedrijf, Jrg. 41, Nr. 5, mei 1992, blz. 24-28.
11. Zie: L.H. Hoogduin en G. Korteweg, Monetary policy on the road to EMU, in: S.C.W. Eijffinger en J.L. Gerards (red.), European monetary integration and the financial sector, NIBE, Amsterdam, 1993, blz. 61-83; en: A.G. van Riet, EG-geldvraagstukken: een overzicht en een beoordeling, De Nederlandsche Bank, Kwartaalbericht 1992/4, maart 1993, blz. 61-73.
12. Vergelijk: J. de Haan en J.E. Sturm, The Case for Central Bank Independence, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, No. 182, September 1992, blz. 305-327. Voor een meer theoretische analyse: S.C.W. Eijffinger en E. Schaling, Central Bank Independence: Theory and Evidence, Center Discussion Paper, No. 93, Tilburg University, Tilburg, April 1993.
13. Zie: S.C.W. Eijffinger en E. Schaling, Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, No. 184, March 1993, blz. 49-89.
14. J.A.H. de Beaufort Wijnholds, Van kapteins, loodsen en rechters, De wereldwijde beweging naar centrale bankautonomie, Inaugurale rede aan de Rijksuniversiteit Groningen, Groningen, 1992.
15. Zie bijvoorbeeld: The Economist, Franc fortress, 16 January 1993, blz. 72-78. Voor een nadere analyse: H. Schlesinger, Wegen naar een Europese Economische en Monetaire Unie en de positie van Duitsland daarbij, Kuyper-voordracht aan de Vrije Universiteit te Amsterdam op 5 november 1992, gepubliceerd in: Trouw, 6 november 1992, blz. 12.
16. Vergelijk: Bank of England, Housing finance - an international perspective, Quarterly Bulletin, February 1991, blz. 56-66; en: Bank of England, The interest rate transmission mechanism in the United Kingdom and overseas, Quarterly Bulletin, May 1990, blz. 198-214.
17. Zie in dit verband ook: A.H.E.M. Wellink, Monetair beleid, in: J.J.M. Kremers (red.), Inspelen op Europa, Uitdagingen voor het financieel-economisch beleid van Nederland, Academic Service, Schoonhoven, 1993, blz. 21-36.
18. Deze gegevens zijn gebaseerd op: Antwoorden op vragen van de Commissie voor de Rijksuitgaven inzake het rapport van de Algemene Rekenkamer over de Financiering van de Nederlandse Staatsschuld, Tweede Kamer der Staten-Generaal, Vergaderjaar 1991-1992, 22066, nr. 4.
19. The Economist, To fix or to float; and Giving the economy a fix, 10 April 1993, blz. 14 respectievelijk 74. Hoewel voor Nederland hiervan geen officiële cijfers beschikbaar zijn, mag aangenomen worden dat het aandeel van variabele-rentende hypotheeklen in het totaal eveneens zeer beperkt is.